



Détresse Financière et restructurations des structures de Gouvernance : Une Analyse de Survie.

Bradai Houda

► To cite this version:

Bradai Houda. Détresse Financière et restructurations des structures de Gouvernance : Une Analyse de Survie.. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom. halshs-00522403

HAL Id: halshs-00522403

<https://shs.hal.science/halshs-00522403>

Submitted on 30 Sep 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Détresse Financière et restructurations des structures de Gouvernance : Une Analyse de Survie.

BRADAI HOUDA**

Institut Supérieur de Gestion de Tunis
41, Rue de la liberté, cité Bouchoucha, 2000 Bardo

Résumé :

Dans cette étude, nous examinons l'effet de la détresse financière sur la structure de gouvernance des firmes en difficulté. Notre analyse est basée sur un panel de 42 firmes américaines affichant un ratio de couverture faible et un déclin continu des résultats par action entre 1995 et 2005. Nous suivons le développement des firmes à travers leur cycle de détresse et nous accordons une attention particulière aux diverses restructurations de gouvernance. Ensuite, nous examinons le rôle de ce type de restructurations sur la survie des firmes par une technique d'analyse de survie : la régression de Cox (1972).

Les résultats de cette étude indiquent que les mesures de restructurations des gouvernances prises sur un horizon de deux ans à compter de l'année de difficulté diffèrent de celles prises sur un horizon de 3 ou de 4 ans. En effet, si la taille du conseil augmente dans les 2 ans qui suivent de détresse, elle connaît une réduction dans la 3^{ème} et 4^{ème} année de détresse. De même pour la propriété des administrateurs externes qui connaît une augmentation dans la 2^{ème} année et puis une réduction à partir de la 3^{ème} et 4^{ème} année de difficulté. Par contre, toutes les mesures d'amélioration de l'indépendance du conseil telle que la multiplication des réunions, la séparation des structures de leadership, l'augmentation de la propriété du CEO et de la propriété managériale pour aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires ont été stables durant les années de détresse. La propriété institutionnelle connaît une augmentation significative à partir de la 3^{ème} année de difficulté, ce qui indique une certaine réactivité des institutionnels à protéger leurs portefeuilles.

Les résultats de l'analyse de survie mettent en évidence l'influence positive et significative du pourcentage des administrateurs externes dans le conseil sur la survie des firmes.

Les changements des structures d'actionnariat ont un effet significatif sur la probabilité de survie, notamment pour la propriété managériale.

Enfin, les résultats ont démontré que la rotation de l'équipe dirigeante a un effet significatif sur la survie des firmes en difficulté.

MOTS CLES : restructuration des structures de gouvernance, détresse financière, analyse de survie.

ABSTRACT

In this study we empirically investigate the effect of financial distress on corporate governance of distressed firms. Our analysis is based on a panel of 42 American firms that suffered from repeated interest coverage shortfalls and steep earning per share declines between 1995 and 2005. We track each firm's development over the distress cycle with particular attention to corporate governance restructuring. Then, we test the role of this kind of restructuring in firm's survival using Cox regression.

The results suggest differences of restructuring in different period of the distress cycle. In fact, if the size of the board of directors increases in the second year of distress, it decreases in the third year. Similar, the ownership of outsider directors, which increases in the second year then decrease in the third year. But, other kinds of corporate governance restructuring for improving independence of board of directors such as multiple reunions, separation of leadership structure and ownership of executives and directors are stable throughout the cycle distress. We find a significant increase in institutional ownership over three year of distress.

Survival analysis results show a significant impact of the percentage of independent directors on the firm's survival. The managerial ownership has significant impact on the failure probability.

Finally the turnover of the team of managers can influence significantly the survival of distressed firms.

Key words: corporate governance restructuring, financial distress, survival analysis.

** Assistante contractuelle à l'Institut des Hautes Etudes Commerciales de Sfax.

Email: houdabradai@yahoo.fr.

Recherche réalisée sous la direction du professeur Ali ELMIR.

Introduction

Le gouvernement d'entreprise est actuellement au centre des débats. Les enjeux sont importants : il s'agit de produire de la confiance et de permettre aux différents intervenants, notamment les investisseurs financiers ou institutionnels, d'obtenir les moyens d'exercer un véritable contrôle sur la gestion de leurs actifs, en particulier dans les firmes en difficultés. Le centre d'intérêt de ce débat est le rôle que peuvent jouer les mécanismes de gouvernance pour générer des rendements économiques pour les actionnaires et les propriétaires. Le processus de génération des rendements dépend en partie de la capacité des firmes à confronter tout risque de détresse et de lutter contre ses conséquences néfastes. Cette étude s'adresse au rôle des structures de gouvernance d'une firme à renforcer sa capacité de s'émerger de l'état de détresse. Spécifiquement, nous utilisons une technique relative aux analyses de survie des firmes pour mesurer l'impact de différents attributs des structures de gouvernance sur la probabilité de survie des firmes en difficulté.

Les recherches antérieures (Gilson, 1989, 1990 ; Datta et Iskandar Datta, 1995) trouvent que les attributs de gouvernance sont associés à la détresse financière. Cependant, ils n'ont pas évalué le rôle des attributs de gouvernance dans la résolution de la détresse financière. Seule l'étude de Daily et Dalton en 1994 qui met en évidence l'association entre certaines caractéristiques des structures de gouvernance et la probabilité de faillite des firmes. Cependant, ils ont comparé deux sous échantillons : l'échantillon des firmes faillies et celui des firmes saines. Si Daily et Dalton (1994) mettent en relief des différences entre l'impact des structures de gouvernance sur la probabilité de faillite entre les firmes survies et celles faillies, Parker, Peters et Turetsky (2002) étendent encore la littérature pertinente et stipulent que les structures de gouvernance diffèrent dans l'échantillon des firmes en difficultés. Ils ont aussi testé le rôle des structures de gouvernance à éviter la faillite.

Selon Parker et al (2002), la détresse financière crée une opportunité de réallocation des ressources aux termes de Wruck (1990) qui n'est assurée que par une structure de gouvernance efficace. Par ailleurs, la littérature managériale stipule une seconde perspective selon laquelle les restructurations des gouvernances peuvent croître l'incertitude et affaiblir le moral, ce qui réduit les chances de la firme à survivre. Pour cette raison, il n'est pas clair de quelle façon les attributs de gouvernance d'une firme en difficulté influencent sa survie.

Dans cette étude, Nous tenterons à se situer dans le cadre de gouvernance des entreprises par le test de l'effet des changements dans la composition du conseil d'administration, de rotation des dirigeants et en particulier du CEO, et enfin des changements de la structure de propriété dans les firmes en difficultés financières sur la probabilité de survie. La rotation des internes inclut la rotation du CEO et la rotation des autres dirigeants.

La structure de propriété inclut la propriété des majoritaires, managériale, institutionnelle, du CEO et des administrateurs externes. Nous réexaminons également des indicateurs financiers pouvant influencer la survie de la firme.

Pour tester l'effet des variables de gouvernance et d'autres financières sur la survie d'une firme en détresse financière, nous utilisons une technique d'analyse de la survie (Cox proportional hazards regressions). Les recherches antérieures de Giroux et Wiggins, 1984 ; Flagg et al, 1991 ; Audretsch et Mahmoud, 1995 ; Shumways, 2001 et

Turetsky et McEwen, 2001 conseillent l'utilisation ce type de technique d'analyse de survie. Cette technique vise à identifier la manière dont une firme se restructure dans le temps. Parmi les avantages de la technique de régression de Cox son rôle à isoler l'influence de certaines variables spécifiques sur la survie de la firme en difficulté financière comme elle peut gérer des observations critiques d'une manière non biaisée. Notre échantillon inclut les firmes qui connaissent un déclin de cash flow d'exploitation, des résultats par action négatifs pour deux ans au moins et qui ont des charges financières plus élevées que le résultat d'exploitation durant la période 1995 et 2005.

Les partisans de la théorie de crise des successions « succession-cris » supportent la thèse de succession dans les firmes en détresse financière afin d'éviter la faillite. De ce fait, les firmes procédant au remplacement du dirigeant « CEO » sont deux fois plus susceptibles de connaître la faillite. Un niveau élevé de propriété majoritaires et des internes présentent en elle même un signal de la capacité de la firme à rétablir sa survie et à surmonter les difficultés financières. Par ailleurs, la présence des majoritaires et l'intention des managers à aligner leurs intérêts sur ceux des parties prenantes favorisent une prise de décision rationnelle permettant à la firme de supporter et recouvrir l'état de détresse. Si l'évidence théorique stipule un impact potentiel des structures de gouvernance sur la probabilité de survie d'une firme, qu'en est il de l'évidence empirique ?

Les firmes qui subissent de graves difficultés peuvent engager des mesures de restructurations opérationnelles (Gilson 1989), organisationnelles (Wruck 1990) ou financières (Gilson et al. 1990). Les mesures opérationnelles et organisationnelles se traduisent par la réorganisation de l'entreprise, la réduction des coûts, les désinvestissements ou encore par des licenciements (John et al. 1992). Les mesures financières se composent principalement de la renégociation de la dette, de l'augmentation du capital et de la modification de la politique de dividendes. Toutefois, la nature des restructurations des structures de gouvernance demeure inexplorée.

Notre travail s'organisera comme suit. Dans une première section nous présenterons notre discussion théorique et nos hypothèses de recherche. La seconde section sera consacrée à la présentation de nos données et de notre méthodologie. La troisième section sera consacrée à la présentation des résultats et à leur analyse. Enfin, nous conclurons.

Section 1 : Les fondements théoriques et hypothèses de recherche:

Cette étude s'inscrit dans le cadre de la théorie de l'agence stipulant que le déclin est une situation de détérioration de performance, illustrant les efforts des managers à dévier des intérêts des actionnaires.

L'objectif de cette étude est double :

- 1- elle vise à travers une analyse des statistiques descriptives de décrire la nature des restructurations des structures de gouvernance durant une période de détresse.
- 2- tester l'association entre les attributs de gouvernance et la probabilité de survie des firmes en détresse financière. En se basant sur les études antérieures, nous testerons trois attributs des structures de gouvernance :
 - La composition du conseil d'administration.
 - la rotation des internes.
 - La structure de propriété.

1- la composition du conseil d'administration.

a) La taille du conseil d'administration.

Selon Jensen (1993), l'efficacité du conseil d'administration dépend de sa taille. Il note que la petite taille des conseils peut les aider à améliorer leur fonctionnement, alors que les conseils de grande taille sont facilement contrôlables par le dirigeant. En effet, la taille élevée des conseils d'administration constitue un terrain favorable pour faire apparaître un climat conflictuel et peu propice à l'implication du conseil d'administration dans les décisions, laissant donc une marge de manoeuvre plus importante au dirigeant. Il en résulte des conseils fragmentés qui ont du mal à fonctionner efficacement et qui entrent plus facilement sous la coupe du CEO.

Les études empiriques traitant la taille du conseil d'administration s'accordent sur l'importance du critère taille dans le fonctionnement du conseil. En général, la taille du conseil serait plus grande (petite) lorsque le conseil fait des liens entre son organisation et son environnement en diverses activités. Les firmes en détresse augmentent la taille de leurs conseils par des administrateurs externes représentants des institutions financières pour accéder aux ressources financières additionnelles sous forme de capital ou d'emprunt.

Dans le même cadre, certains chercheurs (Finkelstein et D'Aveni, 1994 ; Pfeffer, 1972) démontrent que le CEO aura du pouvoir et de l'influence, profitant de sa coalition avec les administrateurs et des canaux d'informations sélectionnés, en particulier dans les firmes à petits conseils. En général, les conseils de petite taille sont dominés par le CEO et par conséquent, ils sont susceptibles d'exercer les prérogatives de contrôle interne en faveur des managers telle que le non remplacement du groupe des dirigeants, ce qui peut être préjudiciable pour une firme en déclin de performance. Par contre, un conseil d'administration de grande taille tend à engager la firme dans un processus de changement interne et externe de l'organisation. Durant la période de déclin, augmenter la taille du conseil s'avère primordial pour les actionnaires en vue de s'assurer du suivi du processus de réorganisations.

À partir de cette dernière argumentation, nous pouvons proposer une première hypothèse

H1 : la taille du conseil d'administration croît dans les firmes en déclin de performance. La restructuration de la taille du conseil d'administration influence la survie des firmes.

b) Présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration.

Baysinger et Hoskisson (1990) insistent sur l'importance de la nomination des administrateurs externes pour les actionnaires pour empêcher toute perte de richesse. En effet, l'indépendance des administrateurs externes est incitée par un marché d'administrateurs basé sur des critères de réputation et d'expertise. Pour ces auteurs, un nombre important d'administrateurs externes est associé à un contrôle effectif.

Durant les situations de déclin de performance, les actionnaires exigent un accroissement du nombre des administrateurs externes. Leur présence dans telles conditions est une nécessité non seulement pour l'amélioration de la qualité du contrôle et de conseil grâce à leur expertise et leur expérience.

Pour Zahra et Pearce (1989), les administrateurs externes présentent une objectivité dans leurs délibérations, comme ils sont en position d'établir des liens commerciaux dans l'environnement de la firme. Ces liens sont assez vitaux pour une firme en déclin

de performance. Grâce à leur diversité, expertise et expérience (Pfeffer et Salanick, 1978), les administrateurs externes sont en position de conseiller les gérants dans les circonstances difficiles. L'étude de Hermalin et Weisbach (1988) confirme l'augmentation du nombre des administrateurs externes dans les conseils juste après le déclin de performance. La présence des administrateurs externes dans leurs conseils est bénéfique surtout lorsque l'incertitude de l'environnement est élevée. De plus ils permettent à la firme en déclin de performance de s'engager avec son environnement externe soit par l'obtention des ressources financières ou encore pour revitaliser certains secteurs d'activités. De ce fait, les administrateurs externes servent comme un moyen pour réduire l'incertitude de l'environnement généralement associée à l'état de déclin de performance (Hofer, 1980). Suite à une récession de performance, le conseil d'administration s'efforce donc à recruter des administrateurs externes plutôt que des administrateurs internes. Cette orientation vise à rétablir de nouveaux contacts avec l'environnement d'une part et à réussir le processus de restructurations stratégiques d'un autre part (Hermalin et Weisbach, 1988). Les changements dans la composition du conseil reflètent le besoin des actionnaires à un contrôle accru sur le comportement des managers à cause du déclin de profitabilité.

L'augmentation de la taille des conseils par des administrateurs se manifeste par la désignation des administrateurs externes car ils n'ont pas en général de conflits d'intérêts intenses avec les différents partenaires de la firme (Hoskisson, Johnson et Moesel, 1994).

Le pourcentage de changement du nombre des administrateurs externes dans les firmes en difficultés n'est pas à lui seul, suffisant pour confirmer la dynamique des structures de gouvernance des firmes éprouvant des difficultés financières. Il semble être une forme de changement dont l'incidence peut être importante. Les changements opérés dans les conseils d'administration des firmes en difficulté visent à renforcer l'indépendance et l'efficacité du processus de prise de décisions par la désignation de nouveaux administrateurs externes. En effet, grâce à leur prestige, réputation, expérience et essentiellement de leur dépendance des ressources (D'Aveni, 1990 ; Hambrick et D'Aveni, 1992), les administrateurs externes peuvent offrir à la firme en difficultés de nouvelles perspectives et de nouvelles idées.

En se basant sur ces arguments, nous supposons que les firmes en difficultés financières s'efforcent à améliorer l'indépendance de leurs conseils pour assurer un contrôle effectif sur la performance des managers incompetents.

H 2 : le pourcentage des administrateurs externes augmente durant la période de déclin. Le changement du pourcentage des administrateurs externes a un impact sur la survie des firmes en difficulté.

c) le nombre de réunions des conseils des firmes en difficulté.

Afin de ratifier la politique stratégique de la firme, les administrateurs externes procèdent à une évaluation des informations relatives à la qualité des décisions stratégiques des dirigeants. Cette évaluation est fondée sur les contacts personnels étroits et des interactions fréquentes avec les managers (Baysinger et Hoskisson, 1990). De ce fait, les réunions du conseil facilitent la collecte des informations nécessaires pour l'évaluation. Lors de ces réunions, les administrateurs peuvent évaluer correctement les exécutifs et leurs propositions stratégiques. Les activités diverses du conseil d'administration incluant des fonctions de contrôle, de conseil et de rémunération des dirigeants, requièrent des discussions profondes surtout en période de

déclin. Les administrateurs procèdent à un accès à temps et à un contrôle fiable des données leur permettant de contrôler le processus du changement organisationnel.

Si nous supposons que le déclin de performance est une conséquence directe de l'incompétence managériale et/ou des coûts d'agence élevés et des difficultés de gouvernance (Mizuruchi et Stearns, 1988), l'accroissement du nombre de réunions dans le conseil s'avère nécessaire pour rétablir les défauts de contact. En multipliant le nombre de réunions, les membres du conseil d'administration doivent non seulement discuter les causes de l'état de déclin, mais aussi proposer des remèdes rapides et mettre en œuvre diverses formes de restructurations.

Enfin la multiplication des réunions s'avère utile pour une firme en déclin de performance pour renforcer la vigilance du conseil d'une part et pour renforcer le processus de prise de décisions stratégiques, d'une autre part. A ce niveau, nous suggérons l'hypothèse suivante :

H 3 : le nombre de réunions du conseil augmente durant la période de déclin. Le changement du nombre de réunions du conseil a un impact sur la survie des firmes en difficultés.

d) la structure de leadership.

La dualité du CEO se manifeste lorsque un CEO occupe le poste du président du conseil d'administration. La relation entre la performance organisationnelle et la dualité du CEO est largement testée dans la littérature par plusieurs chercheurs. Certaines études notamment de Zahra et Pearce (1989) et de Mallette et Fowler (1992) ne permettent pas qu'une seule personne occupe simultanément le rôle du CEO et le poste de président du conseil d'administration. Leur argument essentiel est l'existence d'un cumul de contrôle entre les mains d'une seule personne. Lorsque le CEO est à la fois un leader à du groupe des dirigeants et du conseil chargé d'évaluer ses actions, aucune assurance n'est confirmée pour les actionnaires du bon déroulement de l'activité de la firme.

Dans les conditions de détresse, un contrôle de qualité assuré par l'indépendance des administrateurs du conseil et par une séparation de son leadership est une nécessité pour une firme en difficulté cherchant à détecter les causes du déclin et à les remédier.

Conformément aux arguments de la théorie de l'agence, la configuration d'une structure de gouvernance dominée par un CEO président du conseil, émet un signal d'opportunisme des dirigeants au détriment des actionnaires (Weisbach, 1988).

Durant la période de déclin de performance, la dualité du CEO peut ne pas être appropriée et peut causer des influences néfastes aggravant ainsi l'état de déclin. En effet, un CEO président du conseil essaye de maintenir l'état de statu quo et élimine par conséquent les possibilités de concevoir des stratégies correctives de l'état de récession à cause de la rigidité et du niveau élevé de centralisation et de formalisme. Cette résistance aux changements peut être due à une dualité des rôles (Duttan et Ducan, 1987).

Dans les firmes en déclin où tous les efforts sont conçus pour changer la direction de la firme, une façon de rassurer les actionnaires de la réussite du processus de restructuration stratégique est la discontinuité de la dualité. En effet, La séparation des rôles limite, d'une part, le pouvoir du CEO mais renforce la qualité du contrôle sur les managers. D'un autre part, la séparation présente un signal aux actionnaires que tout

défaut d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires n'est pas toléré dans la firme.

Selon Desai (1998), les structures non duales semblent être appropriées pour les firmes face à un déclin de performance. En effet, une structure séparée renforce une meilleure qualité de contrôle dans le conseil. Par contre, la présence d'une structure de leadership duale fait orienter l'équilibre du pouvoir en faveur des dirigeants.

Ces arguments nous conduisent à proposer une deuxième hypothèse :

H4 : les firmes en difficultés passent d'une structure duale à une structure de leadership séparée. Le changement de la structure de leadership influence la survie des firmes en difficulté.

2- Impact de l'état de détresse sur la structure de propriété.

Selon la théorie financière, l'état de détresse, de défaut de paiement et la faillite représentent trois étapes du cycle de vie d'une firme qui provoquent des changements substantiels dans la structure de propriété et sur l'allocation des droits pour gérer les ressources de la firme (Jensen, 1988 et Wruck, 1990). Cependant, les résultats des études empiriques traitant les changements de la structure de propriété demeurent non concluantes. Par exemple, les modèles néoclassiques sur la détresse financière affirment que le défaut de paiement engendre un transfert du contrôle aux créanciers qui peuvent restructurer leurs droits pour maximiser la valeur de la firme (Haugen et Senbet, 1978). Similairement, si la théorie financière traditionnelle met en évidence les contraintes qu'éprouvent les firmes en difficultés, il existe une faible évidence sur les forces qui peuvent discipliner les managers durant cette période.

Dans une étude récente, Jostarndt (2006) s'intéresse à l'examen de l'impact de l'état de détresse sur la structure de propriété des firmes allemandes. Par l'application des données de Panel, il a analysé l'impact de l'état de détresse sur la structure de propriété et sur la rotation des managers. De plus, il s'est intéressé à tester l'efficacité des mécanismes de contrôle interne et externe ainsi qu'au contrôle des créanciers en particulier les banquiers durant la période de détresse. Ses hypothèses suggèrent le pouvoir des structures de propriété et de gouvernance à remplacer les managers des firmes à faible performance (Fama et Jensen, 1983 et Franks et Mayer, 2001).

Jostarndt, (2006) analyse un panel de 267 firmes allemandes éprouvant des difficultés financières entre 1996 et 2004. Les résultats de son analyse indiquent que la structure de propriété connaît un changement substantiel. La médiane de la concentration de propriété mesurée par l'indice de Herfindahl chute de 26% dans l'année -1 à 16 % à l'année +4 de l'année de l'apparition de l'état de détresse. Le déclin de la concentration de propriété est attribué à un retrait systémique des investisseurs individuels ou des familles. Alternativement, la propriété des banquiers et des investisseurs institutionnels est deux fois plus importante dans le même intervalle. De plus, la propriété des managers exécutifs et des administrateurs augmente significativement durant la période de détresse

Collectivement, les résultats de cette étude supportent l'hypothèse selon laquelle, un état continu de détresse influence la structure de propriété et l'allocation des droits pour gérer les ressources financières. En particulier, l'évidence empirique suggère qu'une situation de détresse provoque des changements des mécanismes de contrôle internes pour être remplacés par d'autres externes.

Dans cette étude, nous testerons l'effet de la détresse financière sur la structure de propriété des firmes américaines en difficulté financière.

a) La propriété des majoritaires.

Demsetz (1983), Shleifer et Vishny (1986) ainsi que Agrawal et Mandelker (1990), Jensen (1990), Bethel et Liebeskind (1993), Agrawal et Knoeber (1996), Denis et al. (1997) suggèrent que la concentration du capital est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. Les propriétaires de l'entreprise détenant une part importante du capital ont un intérêt certain à investir dans le contrôle, puisque les gains résultants de cette action leur reviendront en grande partie. Ils disposent également d'un pouvoir d'influence plus fort au sein des assemblées générales, car ils sont supposés être mieux informés que les autres actionnaires. Ils peuvent donc jouer le rôle de leaders lors des assemblées et convaincre plus facilement les petits actionnaires qui n'ont pas investi dans le contrôle d'adhérer à leurs décisions. Ces arguments avancés dans le cadre de la théorie de l'agence sont puissants, mais ils font abstraction de certains facteurs susceptibles d'altérer le pouvoir des actionnaires majoritaires. La concentration du capital permet de renforcer le contrôle exercé sur le dirigeant parce que les avantages dépassent les coûts de contrôle (Demsetz, 1983 ; Agrawal et Mandelker, 1990 ; Bethel et Liebeskind, 1993)

Il faut ajouter aussi qu'un actionnaire majoritaire peut contrôler plus efficacement que les actionnaires minoritaires, car il détient suffisamment de droits de vote pour influencer les dirigeants ou éventuellement convaincre d'autres actionnaires de le soutenir en cas de conflit avec la direction de l'entreprise (Mtanios et Paquerot, 1999).

Ainsi, nous supposons que ces actionnaires ont un portefeuille moins diversifié que les actionnaires minoritaires, car ils ont choisi de posséder une part importante du capital de la société pour mieux la contrôler. Ils sont donc plus sensibles aux pertes potentielles liées à la disparition de rentes managériales en cas de changement de dirigeants lorsque ces derniers ont construit une forte complémentarité entre les actifs de la firme et leur capital humain. Par conséquent, ils peuvent être plus averses au risque que les petits actionnaires et ne pas souhaiter remplacer des dirigeants actuels. Dans ces conditions, les actionnaires majoritaires peuvent soutenir les équipes managériales enracinées pour éviter des pertes importantes de richesse, à court et moyen terme.

Gilson (1990) trouve un accroissement significatif du pourcentage du capital détenu par les majoritaires durant la période de détresse financière conformément à une hypothèse stipulant le besoin accru d'un contrôle externe sur le comportement des internes. De même l'annonce d'une information sur des efforts de négociation avec des majoritaires est associée à des rendements anormaux positifs (Barclay et Holderness, 1989). Ces résultats sont consistants avec l'hypothèse stipulant que des niveaux élevés de blockholders et de propriété managériale signalent une information privée sur la probabilité de survie d'une firme (c'est l'hypothèse de la théorie de succession-adaptation).

H 5 : la propriété des majoritaires augmente durant la période de détresse financière. Le changement de la propriété majoritaire a un impact sur la survie des firmes en difficultés.

b) La propriété institutionnelle.

Agrawal, Mandelker (1992), Bathala et al. (1994) et Smith (1995) remarquent que la présence dans le capital d'actionnaires financiers et institutionnels influence favorablement la performance de la firme. Ces actionnaires disposent d'un meilleur accès à l'information du fait de leur activité et des nombreux investissements qu'ils réalisent, ce qui implique une meilleure connaissance des performances des entreprises du secteur, une information abondante sur l'environnement, une meilleure connaissance

du marché des dirigeants. De plus, ils bénéficient de compétences particulières leur permettant de traiter l'information sur l'entreprise et son environnement à faible coût.

Dans une situation de difficulté financière, le besoin de l'expertise, de financement et de l'information s'accroît. Par conséquent la présence des investisseurs institutionnels se renforce et leur propriété croît. Leur présence est utile pour une firme en difficultés financières puisqu'ils leur permettent d'exercer le contrôle à un coût faible.

H 6 : la propriété institutionnelle augmente durant la période de détresse financière. Le changement de la propriété institutionnelle influence la survie des firmes en difficultés.

c) Propriété managériale.

Selon la théorie de l'agence, la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires peut être limitée par l'accroissement de la part de capital détenue par les dirigeants. Cette solution présente plusieurs avantages, d'une part, elle modifie les arbitrages des dirigeants en faveur de la maximisation de la valeur de la firme, d'autre part, ce système incitatif permet de réduire le coût du contrôle supporté par les actionnaires car il est supposé réduire l'opportunisme des dirigeants à leur égard. Il faut cependant constater que la divergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants serait intense durant les périodes de difficulté financière. Une solution consistant à réconcilier ces intérêts divergents est d'augmenter le pourcentage du capital détenu par les dirigeants.

L'hypothèse de convergence des intérêts stipule que la valeur marchande de la firme croît avec la propriété des managers.

En se basant sur cette dernière hypothèse, Morck, Shleifer et Vishny (1988) trouvent que le Q de Tobin, mesure de performance, croît avec la propriété managériale. Par contre l'étude de McConnel et Servaes (1990) démontre une relation en forme de U entre le Q de Tobin et la propriété managériale.

A ce niveau, nous proposons notre hypothèse H 7

H 7 : la propriété managériale augmente durant la période de détresse financière. Le changement de la propriété managériale influence la survie des firmes en difficultés.

d) La propriété des administrateurs externes

Le pourcentage du capital détenu par les administrateurs peut, selon la théorie de l'agence, constituer une incitation suffisante pour qu'ils exercent un contrôle efficace sur la gestion de la firme. L'alignement des intérêts des administrateurs sur ceux des actionnaires devrait donc favoriser le contrôle de la gestion des dirigeants et contribuer à la maximisation de la valeur de la firme.

La propriété des administrateurs et son association avec la qualité de contrôle est largement discutée dans la littérature (Johnson et al, 1993, Kosnik, 1990 et Malette et Fowler, 1992). Ces études stipulent que malgré le rôle des administrateurs externes dans le contrôle du comportement des managers, ces externes ne peuvent pas maintenir leur vigilance à cause de leur faible part dans le capital. Selon Jensen (1993), plus la part du capital détenue par les membres des administrateurs externes est importante plus leur motivation à contrôler augmente.

Pour résumer, une large propriété des administrateurs externes établit un lien entre la richesse personnelle et les nouvelles perspectives de la firme. Par conséquent, croître la propriété des administrateurs externes est la meilleure façon pour impliquer les externes dans des fonctions de contrôle de performance et des managers (Lin, 1996 ; Lorsch,

1989). En effet, une participation élevée des administrateurs externes dans le conseil améliore l'efficacité de leur contrôle. De ce fait, un conseil d'administration composé d'administrateurs externes à part du capital élevée est considéré comme vigilant (Finkelstein et D'Aveni, 1994 ; Johnson, Hoskisson et Hitt, 1993).

Durant une période de détresse financière, augmenter la propriété des administrateurs externes les incite à exiger par leur autorité, leur expérience et leur expertise des actions stratégiques pour réussir les restructurations proposées.

Johnson et al (1993) pensent que la confiance des institutions et des majoritaires de la qualité de contrôle est renforcée lorsque les administrateurs externes ont une part élevée dans le capital de la firme. Cette configuration de gouvernance est préférée pour les administrateurs externes facilitant ainsi leur mission de contrôle au sein du conseil d'administration. L'étude de Kesner (1987) illustre l'impact de l'accroissement de la propriété des administrateurs sur la confiance des détenteurs de blocs de contrôle. Elle a trouvé une relation positive entre la performance financière et la propriété des administrateurs dans les firmes opérant dans des industries en croissance tout en indiquant l'importance de la propriété des administrateurs dans l'amélioration de la fonction de contrôle et de la performance de la firme.

A ce niveau, nous supposons que les firmes en difficultés financières augmentent la participation des externes dans leur capital pour renforcer la qualité de leur contrôle.

En se basant sur les hypothèses de la théorie de l'agence, nous suggérons H8

H 8 : la propriété des administrateurs externes augmente durant la période de détresse financière. Le changement de la propriété des administrateurs externes influence la survie d'une firme en difficulté.

3- la rotation des internes.

La rotation des dirigeants et des administrateurs est une des décisions prises par les actionnaires des firmes en difficulté financière pour rétablir la santé financière de leur firme et améliorer ainsi les rendements attendus. Le remplacement des internes est considéré par les partenaires de la firme en déclin de performance comme une décision nécessaire pour la survie de la firme. De plus, pour Paker et al (2002), le non remplacement des dirigeants et des internes dans les conditions financières difficiles d'une firme peut retarder, voire même négliger les restructurations stratégiques nécessaires pour la survie d'une firme en difficulté financière. La rotation des administrateurs compétents fournit à la fois de nouvelles sources de financement (théorie de dépendance des ressources) et une meilleure allocation des ressources existantes (théorie basée sur les ressources). Ce qui suggère, selon les deux théories, une capacité supplémentaire pour la firme pour surmonter les difficultés qu'elle éprouve.

Similairement, la théorie managériale offre la notion « succession-adaptation » selon laquelle la diversité managériale améliore la capacité de l'organisation à répondre aux changements de l'environnement (Hubbard et Hosnick, 1996).

Bonnier et Brunner (1989) affirment une réaction positive des actions à l'annonce des changements du groupe des dirigeants dans les firmes ayant à la fois des résultats négatifs et qui ne distribuent pas de dividendes. Bonnier et Brunner trouvent également que la réaction détectée lors du changement du CEO est intensifiée au moment de la désignation des administrateurs externes. Ces résultats sont consistants avec l'hypothèse stipulant qu'un agent externe est la meilleure personne pour gérer les restructurations organisationnels et stratégiques d'une firme. Ce résultat est confirmé

par Hermalin et Weisbach (1988) qui démontrent que les firmes à faible performance tentent de faire partir les internes et les remplacer par des externes. Le remplacement des administrateurs internes par d'autres externes semble motivé par les actionnaires comme réponse au contrôle inefficace du conseil d'administration actuel. Dans tous les cas, le changement des structures de gouvernance semble stratégique dans la période de détresse.

Néanmoins, d'autres théories comme celle de crise des successions « succession-crisis » considèrent la rotation des dirigeants comme un élément perturbateur de la situation de la firme. En effet, la rotation affaiblit le moral construit et le climat social de l'organisation comme il croit l'incertitude et les conflits. Le départ des administrateurs et des dirigeants fait perdre un niveau élevé de connaissances des spécificités de la firme dans ses niveaux élevés de l'organisation. De plus, les dirigeants et administrateurs choisissent eux même de partir pour éviter les litiges potentiels et pour ne pas endommager leur réputation. Dans ce cas, le départ des dirigeants signale un état de détresse accentuée. Dans telles situations, la rotation renforce l'état de déclin de la firme (Hambrick et D'Aveni, 1988).

A l'instar de ce débat théorique, nous formulons notre hypothèse sans préciser le sens de l'impact de rotation des dirigeants sur la survie de la firme.

H 9 : les firmes en difficultés procèdent à plusieurs types de rotation en CEO et des autres dirigeants durant la période de détresse. La rotation du CEO et des autres dirigeants influence la survie des firmes en difficultés.

4- les indicateurs comptables

Les études antérieures ont identifié un nombre d'indicateurs comptables reliés à la probabilité de faillite. Dans cette étude, nous réexaminons leur influence sur la probabilité de survie de la firme à la lumière de l'influence potentielle des structures de gouvernance dans le temps. Les composantes des modèles de prévision de faillite peuvent se résumer en six dimensions :

- ❑ Le risque financier.
- ❑ Le risque opérationnel.
- ❑ La taille.
- ❑ La liquidité.
- ❑ La profitabilité.

Le risque financier exprime la capacité de la firme à obtenir de nouvelles sources de financement durant la période de détresse. Lorsque les firmes sont incapables d'obtenir ou encore de supporter de nouvelles formes de financement, elles seraient dans l'impossibilité de surmonter la détresse financière. Nous réexaminons l'effet du risque financier par l'inclusion du levier financier (dettes / total des actifs) et la couverture des intérêts (Bénéfice avant impôt et taxes / total des intérêts) dans les régressions de l'analyse de survie. Si le levier financier (la couverture des intérêts) croît (décroît), la probabilité de faillite est anticipée croître.

Le risque opérationnel (économique) et la taille décrivent la capacité de la firme à utiliser ses actifs et à supporter les périodes à faible performance. La capacité de la firme à générer des revenus des actifs existants est associée à sa longévité. Pour cette raison, nous incluons le ratio total actifs / total des ventes. La probabilité de faillite est anticipée décroître lorsque ce ratio décroît (faible actifs / ventes). Les recherches antérieures ont démontré que les firmes de grande taille sont capables de surmonter et

gérer la période d'adversité. Par conséquent, la probabilité de faillite est supposée décroître avec l'accroissement de la taille. La taille est mesurée par le log (actifs). Les recherches antérieures supposent que la liquidité et la profitabilité comptable des déterminants directs de la capacité de la firme à supporter et surmonter la détresse qu'elle éprouve. La liquidité est mesurée par le ratio actif courant/passifs courants. Alors que la profitabilité est estimée par les rendements des ventes (Bénéfice avant impôt et taxes / total des ventes). Chacun de ces ratios est associé à la probabilité de faillite.

Section 2- méthodologie de recherche et sélection de l'échantillon :

a) modèle de recherche :

Flagg et al (1991) précisent qu'une procédure de faillite se déclenche après un déclin de performance. Durant cette période de déclin, plusieurs événements se produisent et convergent vers une résolution de la détresse financière. Pour tester les effets des structures de gouvernance restructurées sur la progression de la firme durant la période de détresse, nous utilisons les techniques de la survie telle que suggérée par Shamway (2001). Cette technique d'analyse de la survie des firmes est utilisée lors d'une étude de l'effet des attributs continus et catégoriels au moment de l'évènement (Hamilton, 1998). Pour tester nos hypothèses, nous estimons le modèle de régression de Cox proportionnel. L'avantage de la technique de survie est de traiter les observations tronquées. Ces observations biaisent les résultats de l'étude lorsque la durée de cette étude est limitée. Ces observations tronquées apparaissent pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les firmes peuvent éprouver la détresse assez tard par rapport aux autres firmes de l'échantillon. De plus, les observations tronquées aléatoires apparaissent si certaines firmes au cours du processus de détresse font faillite, sont acquises ou encore sont fusionnées. Les techniques de l'analyse de survie traitent d'une manière particulière ces observations tronquées, ce qui permet d'éviter les biais de l'échantillonnage (Shumway, 2001). Le modèle de Cox (1972) en temps continu, connu aussi sous le nom de modèle semi- paramétrique à risques proportionnels, est un modèle d'analyse biographique (ou survie) du type régression. Il exprime le risque instantané, le hazard rate, de connaître l'évènement étudié après une durée d'exposition donnée en fonction d'une combinaison linéaire de facteurs explicatifs. Il permet de quantifier et de tester les effets propres de caractéristiques individuelles.

Le modèle est conçu pour des données longitudinales individuelles qui se présentent sous forme d'évènements datés permettant de caractériser des épisodes, les durées écoulées entre le début de l'exposition au risque et la réalisation de l'évènement.

La régression de Cox est aussi une analyse non paramétrique et de ce fait elle n'exige pas des tests de normalité des distributions. Par conséquent, nous évitons divers problèmes surtout qu'il est probable que certains ratios financiers et d'autres de gouvernance ne sont pas distribués normalement (Morris, 1998). Par conséquent, nous sommes capables d'isoler l'association entre les attributs des structures de gouvernance et la survie de la firme dans le temps. La régression de Cox donne un pourcentage au hasard (hazard rate) ou encore un pourcentage de détresse instantanée qui détermine à la fois la probabilité d'un événement particulier (ici c'est la faillite) et durant une période de détresse déterminée. Dans le même cadre, cette technique permet d'estimer les paramètres des variables analysées par une comparaison du hazard rate avec le

baseline hazard. Ce pourcentage est déterminé lorsque toutes les variables dépendantes sont égales à zéro. Les firmes ayant des caractéristiques financières et de gouvernance à un moment donné auront différentes classifications des probabilités conditionnelles de détresse. Cette classification fournit une base pour l'estimation du paramètre. Chaque coefficient de la variable indépendante β_i estime le changement du pourcentage du risque suite à un changement d'une unité de variable indépendante particulière. Le ratio du risque ou encore hazard ratio peut être exprimé comme e^{β_i} qui indique l'effet du changement d'une unité de la variable indépendante sur la fonction du hazard ou sur la probabilité de faillite. De ce fait, un ratio au hazard de 1 suggère qu'un changement de variables indépendantes n'a aucun effet sur la probabilité de faillite tout en maintenant les autres variables constantes. Enfin, Par rapport à une régression classique ou logistique, on note que la réponse (variable dépendante) est ici caractérisée par deux variables : Time, la durée de l'épisode, c'est la durée de détresse dans notre cas, et Statut, la variable de troncature qui indique si l'épisode se termine avec l'événement considéré, la faillite ou le redressement.

De façon générale, les épisodes sont caractérisées par des couples (o_i, d_i, s_i, r_i) , où o_i est l'état d'origine et d_i l'état de destination de l'épisode i , par exemple $o_i = 0$ et $d_i = 5$, s_i et r_i étant respectivement la date de début et de fin d'épisode.

Notons T la durée qui s'écoule depuis le temps 0 jusqu'à la réalisation de l'événement étudié (la faillite). A priori cette durée T , continue, est aléatoire et l'objectif est de caractériser sa distribution.

Time (durée de l'épisode): $t_i = r_i - s_i$

Statut (variable de troncature): 1 si l'événement a lieu et 0 sinon.

Les modèles de type régression, dont le modèle de Cox étudié ici fait partie, postulent que la durée dépend d'une forme linéaire

$$x_b = b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_px_p \quad (1)$$

b) L'échantillon

Dans cette étude, nous nous intéressons aux firmes en détresse financière pour deux raisons. Tout d'abord l'utilisation d'un échantillon de firmes en difficultés améliore le pouvoir des tests de l'analyse de survie en observant un nombre de firmes à un point bien déterminé. De ce fait, la détresse financière est adressée dès l'apparition d'un risque de faillite potentielle. Par conséquent, c'est une analyse ex-ante et non biaisée. En plus, si les études de Gilson (1989,1990), Datta et Iskandar Datta (1995) ainsi que Daily et Dalton (1994) suggèrent qu'il y a des différences dans le rôle des mécanismes de gouvernance entre les firmes faillies et celles saines, il est nécessaire d'examiner l'impact de la gouvernance au sein des firmes faillies et de tester son influence sur la survie de la firme. Enfin, l'intérêt des différents partenaires de la firme (auditeur, actionnaires et analystes...) croît d'une année à l'autre pour identifier des systèmes d'alerte précoce de la faillite. Nous utilisons donc une analyse de survie pour déterminer l'efficacité des attributs de gouvernance tout en contrôlant cette association par des variables comptables décrivant les différents types de risque.

La difficulté pourrait être associée à la notion juridique de faillite mais les auteurs qui se sont intéressés au problème ont montré qu'une telle définition était trop restrictive.

Pour Denis et Denis (1995), la difficulté comporte deux facettes. La première peut se confondre avec le moment où l'entreprise tombe sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire, la seconde peut être le moment de l'engagement de mesures de restructuration. Cela étant, la plupart des études empiriques utilisent comme mesures de difficulté, des variables comptables et/ou boursières. Les critères comptables font une large place au concept de solvabilité à court terme. Ainsi le montant des frais financiers rapporté à l'EBIT (Earning Before Interests and Taxes) est l'indicateur le plus souvent utilisé.

À l'instar de Jostarndt (2006), nous avons choisi comme critère de difficulté l'indicateur comptable suivant : un résultat économique (EBIT) inférieur aux charges financières.

Pour chaque firme de l'échantillon, nous définissons t : date de commencement de l'état de détresse et T la date de la fin de la période de détresse qui peut correspondre à deux ans après t (durée minimale) soit à 5 ans après t (valeur maximale).

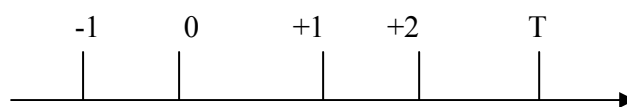


Figure 1: la structure du panel au temps de l'évènement.

L'année 0 dénote l'année du début de déclin du ratio de couverture. Pour chaque firme de l'échantillon, nous collectons des données relatives aux structures de gouvernance des firmes pour les années -1 et 0 comme des scores avant détresse qui servent comme benchmarks pour les changements observés dans les années subséquentes.

Tableau 1: la série temporelle pour la composition de l'échantillon. La distribution temporelle d'un échantillon de 42 firmes américaines qui souffrent de détresse financière entre 1995 et 2005. Une firme est considérée en détresse financière si elle passe de deux ans consécutifs à partir de 1995 le résultat avant impôt et taxes est plus faible que ses charges financières.

Les firmes entrants et sortant de l'échantillon :

L'année	Firmes Entrant	sortie à cause de la faillite
1995	1	0
1996	2	0
1997	5	0
1998	9	1
1999	8	2
2000	7	1
2001	6	4
2002	4	5
2003	0	5
2004	0	3
2005	0	0
Total	42	21

C) Définition des variables de l'étude.

- Les variables liées à la structure de gouvernance

Dans cette section, nous définissons les variables décrivant de qualité de gouvernance d'une firme et leurs mesures ainsi que les variables comptables et financières.

Les variables de qualité de gouvernance et leurs mesures sont résumées dans le tableau n°2

Tableau n° 2 : les variables décrivant la structure de gouvernance.

<i>Mécanisme</i>	<i>variable</i>	<i>Mesure</i>
Conseil d'administration	Taille du conseil.	Le nombre total des administrateurs.
	Indépendance des administrateurs.	Pourcentage des administrateurs externes.
	Dualité.	Variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant président du conseil, 0 sinon.
	L'activisme du conseil.	Le nombre de réunions du conseil.
Structure de Propriété.	Propriété Managériale.	Le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil et les dirigeants.
	Propriété des administrateurs externes.	Le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes.
	Propriété des institutionnels.	Le pourcentage du capital détenu par les institutionnels ayant plus que 5%.
	Propriété des actionnaires Majoritaires	Le pourcentage du capital détenu par les actionnaires ayant plus que 5%
Rotation interne	Rotation du CEO.	Variable binaire qui prend la valeur 1 s'il y a une rotation du CEO (l'équipe des dirigeants) et 0 sinon.
	Rotation de l'équipe des dirigeants.	

- Les variables comptables et financières.

Tableau 3: présentation des indicateurs comptables et leurs ratios.

Variable	mesures
Risque financier	<ul style="list-style-type: none"> • Levier financier. (dettes/total actif) • Le ratio de couverture des intérêts (EBIT/total des intérêts).
Risque opérationnel	Total des actifs/ total des ventes.
Taille	Log (actifs).
Liquidité	Actifs courants/ passifs courants.
profitabilité	ROS (EBIT/ ventes).

Section 3- Les résultats empiriques.

a) Les Statistiques descriptives.

Le tableau 4 dans la partie A présente les statistiques descriptives des variables de gouvernance. La taille des conseils des firmes en difficultés varie de 4 à 15 avec une moyenne de 8 administrateurs. Le pourcentage des administrateurs externes varie de 30% à 70%. Les conseils des firmes en difficulté se réunissent de 3 à 18 fois par an. 60% des firmes faillies ont un CEO qui préside le conseil d'administration.

Uniquement 16% des firmes en difficultés qui licencient leur CEO. Par contre 55% font des rotations de leurs équipes dirigeantes. Concernant la structure de propriété, elle est variable dans les firmes éprouvant une détresse financière. La propriété du CEO peut atteindre 60% du capital de la firme avec une moyenne de 6%. La propriété des externes atteint un maximum de 37.480 % du capital, avec une moyenne de 3%. En moyenne, 12% du capital est détenu par les managers des firmes en difficultés comparé à 35 % du capital détenu par les majoritaires et 24 % en moyenne détenu par les institutionnels.

La partie B du tableau 4 présente les statistiques descriptives des indicateurs comptables. Le risque financier décrit par deux mesures : le levier financier variant de 0 à 2. Le ratio de couverture des intérêts varie de -1048.570 à 148 avec une moyenne de -13. Le risque opérationnel varie de 0.23 à 65.10 avec une moyenne de 1.9.

La taille des firmes de l'échantillon mesurée par le log des actifs varie de 4.7 à 9.7 avec une moyenne de 6.

La liquidité mesurée par le ratio de liquidité varie de 0.08 à 9.5 avec une moyenne de 2. La profitabilité représentant la capacité de la firme à se redresser de la faillite (Résultat économique/ventes : ROS) varie de -21 à 0.30 avec une moyenne de -0.20.

Tableau 4: les Statistiques descriptives d'un échantillon des firmes en difficultés financières.

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
Partie A					
nbre total adm	170	4	15	8,48	2,099
nbre admin indép	170	2	12	6,19	2,073
nbre des reunions	170	3	18	8,29	3,295
cumul des roles	170	0	1	,55	,499
rotation du CEO	170	0	1	,15	,361
rotation de l'équipe des dirige	170	0	1	,64	,483
propriété du CEO	170	,0	58,3	6,202	12,5128
prop des adminis externes	170	,000	37,480	2,50551	6,409278
prop managériale	170	,0	60,3	12,420	14,7861
prop des majoritaires	170	,0	95,7	35,421	20,8155
prop des institutionnels	170	,0	95,7	24,493	16,8108
% ADEXT	170	,36	,92	,7278	,14058
Partie B					
ROA	170	-87,830	3271,000	9,90934	252,028391
ASSET	170	115,00	16522,00	1891,5882	2599,00464
EPS	170	-464,00	395,00	-3,5882	47,84298

DEBTS	169	0,000	6994,000	733,18335	1000,546314
SALES	170	9,80	12496,00	1789,5929	2552,10379
debts/asset	170	0,00	2,12	0,4194	,31257
asset/sales	170	,23	65,10	1,8063	5,10247
log asset	170	4,74	9,71	6,9736	1,04988
EBIT	170	-2610,00	1210,00	-56,4073	298,14834
current ratio	170	0,08	9,54	2,0345	1,49770
ROS	170	-21,23	,30	-,2072	1,64042
Coverage ratio	170	-1048,57	148,00	-12,9971	91,45414
N valide (listwise)	169				

b) Tests des hypothèses : l'impact de la détresse financière sur la structure de gouvernance des firmes en difficulté.

Pour tester les hypothèses de recherche, nous utilisons des tests non paramétriques de comparaison des moyennes de U de Mann Whitney tout en retenant comme année de benchmark l'année -1.

Entre -1 et 2

Les tests indiquent que les variables de gouvernance diffèrent de l'année -1 (une année avant la faillite) à l'année 2 qui correspond à deux ans après la première apparition de l'état de détresse. Une différence significative à un seuil de 10% en nombre de réunions ($p=0.076<0.1$), en cumul des rôles ($p=0.067$) et en propriété managériale ($p=0.087$). Et bien évidemment, en performance et en résultats.

Selon les statistiques du groupe, la composition du conseil d'administration connaît des changements tout au long du cycle de détresse. Tout d'abord et conformément à nos anticipations, après deux ans de détresse, les firmes en difficulté essayent d'améliorer l'indépendance de leurs conseils. En effet, la taille du conseil, le nombre de réunions, le pourcentage des administrateurs externes et la séparation des rôles croient. Toutefois, seuls l'accroissement en nombre de réunions et le passage d'un cumul à une séparation des rôles sont statistiquement significatifs. L'état de détresse influence significativement la structure de propriété. Il y a un accroissement de la propriété du CEO, des externes, des majoritaires et en particulier les institutionnels qui augmentent leur participation dans les firmes en difficulté. A compter de deux ans de difficulté, nous remarquons une augmentation significative de la propriété managériale donc H 5 est confirmée. Enfin, et conformément aux postulats de la théorie de crise de succession, la rotation de l'équipe des dirigeants caractérise l'état de détresse des firmes en difficulté.

Statistiques de groupe

	T	N	Moyenne	Ecart-type
--	---	---	---------	------------

nbre total adm	-1	42	8,69	2,203
	2	32	8,75	2,300
nbre des reunions	-1	42	6,98	2,444
	2	32	8,34	3,308
cumul des roles	-1	42	,74	,445
	2	32	,53	,507
rotation du CEO	-1	42	,17	,377
	2	32	,13	,336
rotation de l'équipe des dirige	-1	42	,19	,397
	2	32	,72	,457
propriété du CEO	-1	42	5,0975	9,15832
	2	32	6,5344	13,20513
prop des adminis externes	-1	42	3,2305	7,89677
	2	32	3,8881	9,36675
prop managériale	-1	42	10,2340	13,13564
	2	32	14,8521	15,73710
prop des majoritaires	-1	42	29,9638	19,56302
	2	32	36,2586	20,83844
prop des institutionnels	-1	42	20,3055	14,46753
	2	32	24,7798	19,63282
ROA	-1	42	3,7687	7,05116
	2	32	-12,3258	17,66507
ASSET	-1	42	1890,1190	2936,72842
	2	32	1955,6563	2785,75600
EPS	-1	42	1,0898	2,22690
	2	32	8,5456	70,87531
DEBTS	-1	42	512,7555	562,84235
	2	32	708,4855	832,18718
EQUITY	-1	42	763,8913	1705,16617
	2	32	573,0864	1194,27521
% ADEXT	-1	42	,7125	,14219
	2	32	,7497	,12110
debts/asset	-1	42	,4241	,70483
	2	32	,4329	,27967
asset/sales	-1	42	1,8716	4,48761
	2	32	1,4046	1,07142
log asset	-1	42	6,9394	1,13359
	2	32	6,9744	1,09073

Tableau 5: le test de comparaison des moyennes de Mann Whitney entre t-1 et t+2.

	nbre des reunions	cumul des roles	rotation de l'équipe des dirige	propriété du CEO	prop managéri	prop de majorita	prop instituti	ROA	EPS	% ADEX T
U de Mann-Whitney	510,500	533,000	317,000	622,000	515,000	564,500	606,50	123,00	161,00	583,00
W de Wilcoxon	1413,50	1061,000	1220,000	1525,000	1418,000	1467,50	1509,5	651,00	689,00	1486,0
Z	-1,775	-1,834	-4,532	-,546	-1,713	-1,173	-,715	-5,990	-5,576	-,973
Significatio n asymptotiq ue (bilatérale)	,076	,067	,000	,585	,087	,241	,474	,000	,000	,330

a Critère de regroupement : T

Entre -1 et 3

Les tests de comparaison des moyennes entre les années -1 et 3 indiquent qu'il y a des différences significatives en nombre des réunions, en cumul des rôles, en rotation de l'équipe dirigeante. En fait, la taille du conseil connaît une réduction au bout de 3 ans de détresse, ce qui confirme la thèse stipulant l'intention des firmes en difficulté de réduire la taille de leurs conseil afin d'éviter les problèmes de coordination et de communication. Cette intention s'avère réalisée des la 3^{ème} année de détresse. Toutefois, le nombre de réunions, le pourcentage des administrateurs externes et la séparation des rôles croient confirmant ainsi nos hypothèses H2, H3 et H4. Cependant seules l'accroissement en nombre de réunions et le passage d'un cumul à une séparation des rôles sont statistiquement significatifs. L'état de détresse influence significativement la structure de propriété. Il y a un accroissement significatif de la propriété des institutionnels qui augmentent leur participation dans les firmes en difficulté pour protéger leurs portefeuilles. Enfin, conformément à nos anticipations, la rotation de l'équipe des dirigeants est assez significative tout au long de la période de détresse. Toutefois, le résultat inattendu de cette analyse, c'est que la propriété des externes diminue de 3% à 1.8%, contrairement à ce qui est approuvé après deux ans de détresse.

Statistiques de groupe

	T	N	Moyenne	Ecart-type
nbre total adm	-1	42	8,69	2,203
	3	27	8,37	2,273
nbre des reunions	-1	42	6,98	2,444
	3	27	8,11	2,651
cumul des roles	-1	42	,74	,445
	3	27	,56	,506
rotation du CEO	-1	42	,17	,377
	3	27	,19	,396
rotation de l'équipe des dirige	-1	42	,19	,397
	3	27	,74	,447
propriété du CEO	-1	42	5,0975	9,15832
	3	27	6,3319	13,77400
prop des adminis externes	-1	42	3,2305	7,89677

	3	27	1,8083	4,97476
prop managériale	-1	42	10,2340	13,13564
	3	27	12,9435	15,49292
prop des majoritaires	-1	42	29,9638	19,56302
	3	27	36,2923	17,43294
prop des institutionnels	-1	42	20,3055	14,46753
	3	27	28,9878	14,55786
ROA	-1	42	3,7687	7,05116
	3	27	-10,5335	17,24061
ASSET	-1	42	1890,1190	2936,72842
	3	27	2094,4074	2904,01998
EPS	-1	42	1,0898	2,22690
	3	27	-20,8648	89,56155
DEBTS	-1	42	512,7555	562,84235
	3	27	809,4254	907,17383
% ADEXT	-1	42	,7125	0,14219
	3	27	,7523	0,14938
debts/asset	-1	42	,4241	0,70483
	3	27	,4701	0,48591
asset/sales	-1	42	1,8716	4,48761
	3	27	1,2540	0,75407
log asset	-1	42	6,9394	1,13359
	3	27	6,9934	1,18995

Tableau 6: le test de comparaison des moyennes de Mann Whitney entre t-1 et t+3.

	nbre des reunions	cumul des roles	rotation de l'équipe des dirige	Propriété du CEO	prop manag	prop des majoritaire	prop des institution	ROA	EPS	% ADEXT
U de Mann-Whitney	425,50	463,500	255,00	446,50	441,0	461,000	401,0	143,0	167	464,0
W de Wilcoxon	1328,5	841,500	1158,0	1349,5	1344,	1364,000	1304,	521,0	545	1367
Z	-1,752	-1,558	-4,510	-1,482	-1,54	-1,304	-2,04	-5,213	-4,9	-1,269
Signification asymptotique (bilatérale)	,080	,119	,000	,138	0,121	0,192	0,041	0,000	,000	,205

Entre -1 et +4

La comparaison des moyennes des items de gouvernance entre les années -1 et 4 ans après l'apparition de la détresse présente un résultat important c'est que le pourcentage des administrateurs externes change d'une manière significative entre les années t=-1 et t=4. La différence en pourcentage des administrateurs externes est significative (p=0.054). La différence de nombre de réunions, de cumul des rôles, de rotation des dirigeants demeure aussi significative jusqu'à la 4^{ème} année de détresse. Une différence peu significative existe en structure de propriété notamment en propriété du CEO et propriété des institutionnels. De plus et contrairement à notre hypothèse H8, la propriété des administrateurs externes décroît d'une manière significative de 3% à 1.2%.

Statistiques de groupe

	T	N	Moyenne	Ecart-type
--	---	---	---------	------------

nbre total adm	-1	42	8,69	2,203
	4	19	8,05	2,094
nbre des reunions	-1	42	6,98	2,444
	4	19	9,47	4,234
cumul des roles	-1	42	,74	0,445
	4	19	,47	0,513
rotation du CEO	-1	42	,17	0,377
	4	19	,16	0,375
rotation de l'équipe des dirige	-1	42	,19	0,397
	4	19	,79	0,419
propriété du CEO	-1	42	5,0975	9,15832
	4	19	8,4211	16,58435
prop des adminis externes	-1	42	3,2305	7,89677
	4	19	1,2909	1,66224
prop managériale	-1	42	10,2340	13,13564
	4	19	11,6845	16,08590
prop des majoritaires	-1	42	29,9638	19,56302
	4	19	35,0157	20,58980
prop des institutionnels	-1	42	20,3055	14,46753
	4	19	26,5722	13,87509
ROA	-1	42	3,7687	7,05116
	4	19	-11,5207	20,69303
ASSET	-1	42	1890,1190	2936,72842
	4	19	1507,1579	1714,50752
EPS	-1	42	1,0898	2,22690
	4	19	-2,5421	3,80386
DEBTS	-1	42	512,7555	562,84235
	4	19	696,6842	901,64652
% ADEXT	-1	42	,7125	0,14219
	4	19	,7786	0,12750
debts/asset	-1	42	,4241	0,70483
	4	19	,4684	0,30888
asset/sales	-1	42	1,8716	4,48761
	4	19	1,2990	0,78221
log asset	-1	42	6,9394	1,13359
	4	19	6,8143	1,06592

Tableau 7: le test de comparaison des moyennes de Mann Whitney entre t-1 et t+4.

	nbre des reunions	cumul des roles	rotation de l'équipe des dirige	propriété du CEO	prop des institution nels	ROA	EPS	EQUITY	% ADEXT
U de Mann-Whitney	267,500	293,500	160,000	314,000	300,000	57,000	49,000	246,500	275,50
W de Wilcoxon	1170,500	483,500	1063,000	1217,000	1203,000	247,000	239,000	436,500	1178,5
Z	-2,062	-1,996	-4,433	-1,324	-1,543	-5,326	-5,451	-2,375	-1,927
Significatio asymptotiq)	0,039	0,046	0,000	0,186	0,123	0,000	0,000	0,018	0,054

b) L'analyse de survie.

Avant de procéder à l'analyse de survie, nous avons examiné la multicolinéarité qui peut exister entre les variables indépendantes, en particulier entre les items des structures de gouvernance. Une analyse de corrélation par le coefficient de Pearson relève l'absence de corrélation significative entre les variables. La forte corrélation entre la propriété majoritaire et institutionnelle est justifiée par le choix des mesures retenues. En effet la propriété majoritaire est mesurée par le pourcentage de capital détenu par les institutionnels ayant plus que 5 %.

	nbre total adm	Nbre des reunio	cumul des roles	rotatio du CEO	rotatio de l'équi des dirige	propriété du CEO	prop des adminie xter	prop manag	prop des majorit	prop des instituti	ROA	% ADEXT
nbre total adm	1	-,026	-,086	,013	-,184	-,170	,059	-,096	,252	,297	,029	,064
nbre des reunions		1	,080	,162	,223	,043	-,009	-,078	-,041	,017	,140	,102
cumul des roles			1	-,106	-,076	,356	-,081	,160	,132	,080	-,086	,081
rotation du CEO				1	,220	-,100	-,024	-,120	-,076	,017	-,031	,171
rotation de l'équipe des dirige					1	,006	-,079	-,006	,034	,004	,057	,141
propriété du CEO						1	-,030	0,775	,370	-,067	-,029	-,282
prop des adminis externes							1	0,409	,210	,027	-,027	,056
prop managériale								1	0,426	-,104	-,051	-,315
prop des majoritaires									1	,572	-,087	-,081
prop des institutionnels										1	-,058	,286
ROA											1	-,095
% ADEXT												1

Pour tester si les restructurations des gouvernances des firmes en difficultés influencent le risque de leur survie, nous allons appliquer une analyse de survie à travers la régression à risque proportionnel de Cox (1972). Les résultats de cette technique sont indiqués dans le tableau n° 8. Le tableau récapitulatif du traitement des observations montre que nos données sont constitués de 170 épisodes dont 102 (60%) sont tronqués (censored). Aucune donnée n'a été supprimée. En particulier, on note qu'aucun épisode tronqué n'est plus court que la plus petite période observée entre le début et la fin de la détresse. Le test de spécification du modèle est un modèle conçu sans les variables explicatives. On a une valeur du -2log-vraisemblance de 910,135. L'introduction de ces variables par la méthode entrée, a amélioré l'ajustement du modèle de référence (un ddl= 14, significatif a 5%)

Tableau 8: Récapitulatif du traitement des observations.

		N	Pourcentage
Observations disponibles dans l'analyse	Evénement	68	40,0%
	Censurée	102	60,0%
	Total	170	100,0%
Observations enlevées	Observations avec valeurs manquantes	0	,0%
	Observations avec temps non positif	0	,0%
	Observations censurées avant l'événement le plus ancien dans une strate	0	,0%
	Total	0	,0%
Total		170	100,0%

Tests de spécification du modèle

-2log-vraisemblance
910,135

Tests de spécification du modèle

-2log-vraisemblance	Global (note)			Changement de l'étape précédente			Changement du bloc précédent		
	Khi-deux	ddl	Signif.	Khi-deux	ddl	Signif.	Khi-deux	ddl	Signif.
840,005	59,953	17	,000	70,129	17	,000	70,129	17	,000

Les résultats de l'analyse de survie affichés dans le tableau n° 9 montrent que le nombre des administrateurs dans un conseil influence significativement la survie de la firme (Exp (B)= 1,128 et $p=0,036<0,05$). Le nombre total des administrateurs dans un conseil a un effet positif sur la probabilité de faillite. Ce résultat infirme notre première hypothèse que plus le nombre des administrateurs augmente dans la firme, plus il y a des possibilités de communication et de discussions. Les résultats démontrent ainsi que plus le nombre des administrateurs augmente, plus la probabilité de faillite augmente. D'où H1 est infirmée. Conformément à nos anticipations, le pourcentage d'administrateurs externes dans un conseil signale une amélioration de la situation d'une firme. Il a en fait un effet positif et significatif sur le risque de survie.

La rotation de l'équipe des dirigeants peut améliorer la situation de détresse de la firme. Par conséquent elle peut lui éviter la faillite. D'une manière moins significative, la structure de propriété peut influencer le risque de faillite d'une firme. En effet, la propriété du CEO et celle des administrateurs externes influencent positivement et significativement le risque de faillite. Elles représentent respectivement un signal que la firme serait probablement en faillite (Exp (B)= 1,034 et $p=0,09$ et Exp (B)= 1,059 et $p=0,000$). Conformément à notre anticipation, l'augmentation de la propriété managériale a un effet positif et significatif sur la survie de la firme. Contrairement à ce qui est anticipé, la propriété institutionnelle n'a pas d'effet significatif sur le risque de faillite. Pour les indicateurs comptables, les résultats de l'analyse de survie montrent que le risque financier mesuré total des dettes/ total des ventes influence positivement et significativement la probabilité de faillite. En revanche, le risque opérationnel mesuré par les actifs/ ventes et la taille des firmes influencent négativement et significativement le risque de faillite (Hazard ratio Exp (B) = 0,667 et $p=0,002$). Par conséquent, les petites firmes sont plus susceptibles à éviter la faillite que les grandes.

Ce résultat est confirmé par Parker et al (2002). Enfin la profitabilité mesurée par le rendement des ventes influence positivement et significativement la probabilité de survie des firmes en difficultés.

Tableau 9: les résultats de régression de Cox (1972).

Variables dans l'équation

	B	E.S.	Wald	ddl	Signif.	Exp(B)
NBRE_TOT	,080	,055	2,133	1	0,144	1,083
Nbre des reunions	,035	,038	,846	1	0,358	1,036
Cumul des roles.	,017	,256	,004	1	0,948	1,017
ROTATION	,109	,329	,109	1	0,741	1,115
Rotation de l'équipe dirigeante	-1,088	,268	16,483	1	0,000	,337
Propriété du CEO	,030	,018	2,763	1	0,096	1,031
Propriété des externes	,057	,016	13,247	1	0,000	1,059
PROP managériale	-,028	,015	3,332	1	0,068	,973
Prop des majoritaire	,003	,008	,121	1	0,728	1,003
Prop institutionnell	,005	,009	,245	1	0,621	1,005
% des adm externes	-1,683	,907	3,444	1	0,063	,186
Debts/asset	,778	,339	5,263	1	0,022	2,178
Asset/sales	-,246	,084	8,669	1	0,003	,782
LOG_ASSE	-,389	,124	9,905	1	0,002	,677
Current ratio	-,007	,067	,011	1	0,917	,993
ROS	-,696	,253	7,577	1	0,006	,498
COVERAGE	,000	,002	,012	1	0,913	1,000

Conclusion

L'objectif de ce travail empirique réalisé sur le cadre américain était de mieux comprendre les mesures de restructuration des structures de gouvernance engagées par les entreprises en difficulté. Sur un échantillon de 42 firmes, durant la période 1995-2005, les résultats obtenus suggèrent que les pratiques de restructuration des entreprises américaines diffèrent selon la période de détresse. Par ailleurs, nos résultats suggèrent que les mesures de restructurations des structures de gouvernance prises sur un horizon de deux ans à compter de l'année de difficulté diffèrent de celles prises sur un horizon de 3 ou de 4 ans. En effet, si la taille du conseil augmente dans les 2 ans qui suivent de détresse, elle connaît une réduction dans la 3^{ème} et 4^{ème} année de détresse. De même, la propriété des administrateurs externes qui connaît une augmentation dans la 2^{ème} année et subit une réduction à partir de la 3^{ème} et 4^{ème} année de difficulté.

Par contre, toutes les mesures d'amélioration de l'indépendance du conseil telle que la multiplication des réunions, la séparation des structures de leadership, l'augmentation

de la propriété du CEO et de la propriété managériale pour aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires ont été prises de la même manière durant les années de détresse. La propriété institutionnelle connaît une augmentation significative à partir de la 3^{ème} année de difficulté, ce qui indique une certaine réactivité des institutionnels à protéger leurs portefeuilles.

Le rôle des restructurations des structures de gouvernance des firmes en difficulté sur la probabilité de leur survie est analysé à travers une analyse de survie estimée par la régression de Cox (1972). Les résultats de cette analyse mettent en évidence l'influence positive de la taille du conseil d'administration, du cumul des rôles, de la rotation du CEO sur la probabilité de faillite. Toutefois, les restructurations portant sur ces items n'ont qu'un effet peu significatif sur la durée de détresse et l'état de redressement des firmes de l'état de difficulté. Toutefois, le pourcentage des administrateurs externes dans le conseil, le meilleur indicateur de l'indépendance du conseil exerce un effet déterminant pour la survie des firmes. En effet grâce à leur expertise, leur capacité à fournir aux firmes les ressources financières, les administrateurs externes permettent des firmes en difficulté d'éviter la faillite.

Le rôle de la structure d'actionnariat apparaît plus brouillé. Nos résultats confirment l'influence négative et significative à un seuil de 10% de l'augmentation de la participation des dirigeants au capital sur la probabilité de faillite. En revanche, l'augmentation de la propriété du CEO, de la propriété des externes, des majoritaires et des institutionnels signalent une forte probabilité de faillite.

Ce travail laisse en suspens un certain nombre d'interrogations en particulier quant aux raisons de l'impact des mesures de restructuration des structures de gouvernance sur les autres types de restructurations, en particulier les restructurations financières et stratégiques.

Une limite majeure de ce travail de recherche est le nombre réduit des firmes de l'échantillon, ce qui justifie le faible niveau de signification des restructurations des gouvernances sur la survie des firmes. Enfin des tests de spécification sont aussi utiles pour ce type de techniques de prédiction de faillite.

Bibliographie

Agrawal A. et Knoeber C.R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, p. 377-397.

Audretsch, D.B. et Mahmoud.T. (1995). «New firm survival: new results using a hazard function ». *The Review of Economics and Statistics*. February, pp97-103.

Baysinger.B.B. et Hoskisson.R.E. (1990) «The composition of board of directors and strategic control: effects of corporate strategy». *Academy of Management Review* 15, pp 72-87.

Barclay, M.J. et Holderness, C.G. (1989). «Private benefits from control of public corporations », *Journal of Financial Economics*, vol.11, pp. 95-106.

Bethel J.E. et Liebeskind J. (1993), « The effects of Ownership and Corporate Restructuring », *Strategic Management Journal*, vol. 14, Summer, p. 15-31.

Bonnier, K.A et Brunner, R (1989). «An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms». *Journal of Accounting and Economics*, vol.11, pp.95-106.

Datta,S et Iskandar Datta, M.E.(1995), « Reorganisation and financial distress » : an empirical examination ». *The Journal of Financial Research*, spring, pp15-32.

Daily,C.M. et Dalton ,D.R.(1994), « Bankruptcy and corporate governance : the impact of board composition and structure», *Academy of Management Journal* vol 37, pp.1603-17.

Demsetz, H. (1983) «The structure of ownership and theory of the firm». *Journal of law and Economics*, vol 26. pp 375-390.

Duttan, J. et Ducan, R, (1987). «The creation of momentum for change through the process of strategic issue diagnosis». *Strategic Management Journal*, 8, pp279-295.

Fama E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, April, p. 288-307.

Flagg, J.C. et Giroux, G.A. et Wiggins, C.E. «Predicting corporate bankruptcy using failing firms», *Review of Financial Economics* vol 1, pp67-68.

Finkelstein.S., et D'Aveni, R.(1994) « CEO duality as a double edged sword : how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command», *Academy Of Management Journal*". Vol 37, pp1079-1108.

Gilson S.C. (1989), « Management Turnover and Financial Distress », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 241-262.

Gilson S.C. (1990), « Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control when Firms Default », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 355-387.

Gilson S.C., John K. et Lang L. (1990), « Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default», *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 315-354.

Giroux, G.A. et Wiggins, C.E. (1984). «An events approach to corporate bankruptcy ». *Journal of Bank Research*. Autumn, pp179-87.

Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323- 329.

Johnson.R.A. Hoskisson, R.E. et Hitt.M.A. (1993) « Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics». *Strategic Management Journal*, 14.pp 33-50.

Jostarndt, P., (2006) «Financial Distress, corporate control and management turnover: a German panel analysis». Working Paper. Munich School of Management.

Hambrick, D.C. et D'Aveni, R.A. (1988) «large corporate failures as downward spirals»,. *Administrative Science Quarterly*, vol 33. pp 1-23.

Hermalin, B. et Weisbach, M (1988), «The determinants of board composition». *Rand Journal of Economics*, vol.19n°4. pp.589-606.

Hofer, C. (1980). «Turnaround strategies». *Journal of Business Strategy*. Pp19-31.

Hoskisson, B.E, Johnson.R.E et Moesel, D.D, (1994) «Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects of governance, strategy ad performance». *Academy of Management Journal*. Vol 37. pp 1207-1251.

Hubbard, C. et Hosnick, R. (1996) «Corporate governance in turmoil: the Texas saving and loan debacle of the eighties». *Journal of Applied Business Research* vol 13.pp 17 27.

Kesner, I. (1987) «Director's stock ownership and organisational performance: an investigation of fortune 500 companies»,. *Journal of Management* vol 13, pp499-507.

Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.

Mizruchi, M.S. et Stearns, L.B. (1988). A longitudinal study of the formation of interlocking directorates». *Administrative Science Quarterly*. Vol 33. pp 194-210.

Morris, R. (1998) « early warning indicators of corporate failure: a critical review of previous research and further empirical evidence». Ashgate publishing.

Parker,S., Peters.G.F et Turetsky. H. (2002) «Corporate governance and corporate failure: a survival analysis». *Corporate Governance*. pp4-22.

Pfeffer, J.et Salanick, G.R. (1978). «The external control of organisations: a resource dependence perspective». New York.

Shumways, T. (2001) «Forecasting bankruptcy more accurately: a simple hazard model». *Journal of Business*, vol 74 n° 1, pp 101-24.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, p. 461-479.

Turetsky, H. et McEwen, R.A. (2001). «An empirical investigation of firm longevity: a model ex ante predictors of financial distress». *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol 16 n°4.

Zahra, S.A. et Pearce, J.A. (1989). « Boards of directors and Corporate Financial performance: A Review and Integrative model ». *Journal of Management*, vol n°15, pp 291-334.

Wruck K.H. (1990), « Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 419-444.